

# 経済の動き

経済調査部

## 1. 米国経済・金融

～景気は緩慢な拡大テンポ、

金融政策は現状維持

### (1) 景気～緩慢な拡大

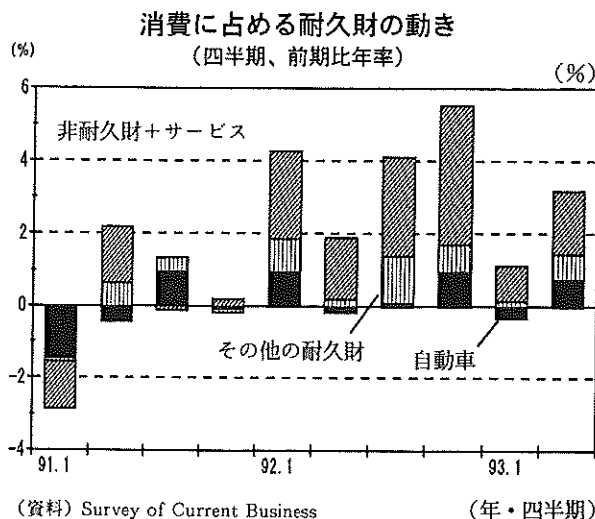
景気は低金利等を背景として緩慢な拡大基調にある。実質 GDP 成長率(前期比年率)は93年1-3月期0.8%、4-6月期1.9%と低めであったが、7-9月期も1.5%程度、10-12月期は2.5%程度にとどまろう(基礎研 NY 超短期予測(9/17): 実質 GDP 成長率、7-9月期1.3%、10-12月期2.5%)。自動車中心のミニ在庫調整、内外成長率格差を背景とする外需の弱さ、設備投資の伸び悩み等が低成長の背景にある。93年トータルとしての実質成長率は2.5%程度と改定見通し(2.7%)をやや下回ろう。

### 1) 消費～全体として堅調なもの、耐久財支出は鈍化

8月の実質消費は、前月比0.2%増と7月(同0.3%増)に続き緩やかな拡大傾向にある。しかし、消費の内訳をみるとサービス、非耐久財の伸びが堅調である一方、耐久財は伸び悩んでいる。耐久財の弱さは、その4割を占める自動車需要の低迷が原因である。

自動車販売台数は6-7月に落ち込んだ後、8月にも年率865万台と前月とほぼ同水準にとどまっている。9月上・中旬合計(国産車販売台数)も

前月比▲0.7%となっており、所得・雇用の伸び悩み等から大幅な増加は予想されない。



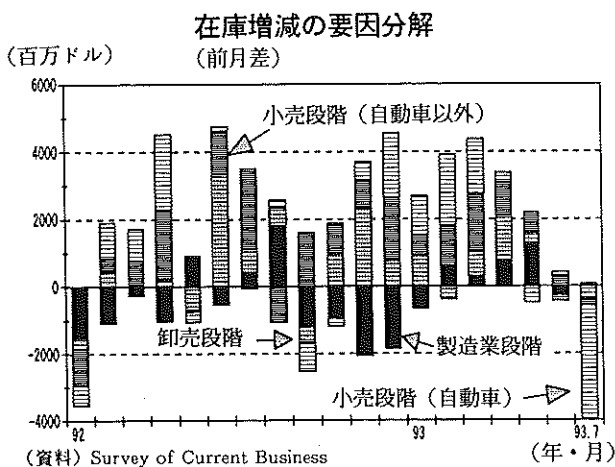
### 2) 在庫投資～在庫調整で大幅な減少

93年1-3月期は後向きの在庫が積み上がり、4-6月期は在庫減らしが行なわれ、GDP 成長率の大きな変動要因となった。9月の改定見通しでは、4-6月期の在庫調整進展を受けて、7-9月期には小幅な在庫積み増しを予想していたが、7月の企業在庫は前月比▲0.5%と大きく減少しており、前期に続き7-9月期も在庫調整から在庫が減少する可能性が高い。

なお、直近の在庫減少分を要因別にみると、小売段階の自動車在庫がほとんどを占めている。

このように自動車で大幅な在庫調整が行われている理由は92年末から93年前半にかけての自動

車在庫の増加に原因がある。すなわち、92年10-12月期に自動車販売の強さを予想したメーカーは、92年9月から93年1月にかけて増産を行い、在庫投資も積極的に行った。しかし、景気の腰は予想外に弱く(特に93年1-3月期の消費)、「意図しない在庫」が積み上ってしまったことがその後の生産減、在庫減につながっている。自動車販売は当面低調な推移が予想されるため、目先、大幅な意図した在庫積み増しは期待できそうにない。



### 3) 設備投資～堅調な動き

商務省による「93年設備投資計画調査」(93年7-8月調査)をみると、名目で前年比7.1%、実質で同8.3%と高水準を維持しており、企業が設備投資に関して依然積極的のスタンスにあることを示している。

設備投資の先行指標である非国防資本財新規受注も足もと前年同期比では伸び率が回復してきている。長期金利の低下も加わって設備投資を取り巻く環境は概ね良好とみられる。ただし、先の資本財新規受注も前期比ベースでは93年4-6月期までの増加から減少に転じており、頭打ち傾向にある。GDPベースの設備投資も93年1-3月期、4-6月期の前期比での大幅増加から、今後はやや頭打ちの傾向と予想される。

### (2) 物価～安定基調

緩慢な景気拡大テンポ等から物価の安定基調が続いている。8月下旬以降、ドルが円に対してだけでなく、マルクに対しても安くなったことから、マリンス FRB 副議長などの「ドル安に起因するインフレ」を懸念する発言もあった。しかし、①9月末時点では再びマルクは対ドルで下げ、ドルの実効レートは上昇している(9月末時点のドルの実効レートは103)。また、年末にかけてはドイツの段階的利下げでマルクの対ドル安が予想されることから、ドルの実効レートは底堅い動きになる、②原油価格の低下から輸入物価は低位に抑えられる<sup>(注)</sup>等もあり、インフレ率が悪化する可能性は小さいとみられる。

(注) 原油価格は、9月29日のOPEC関係監視委員会での生産枠に関する合意から足もと強含んでいるが、①世界経済の低迷が続く、②OPEC加盟国は財政赤字を背景として生産枠を順守せず増産傾向に向かいやすい等を背景に基調的に弱含みとみられる。

### (3) 財政

#### 1) OMB(行政予算管理局)とCBO(議会予算局)の財政赤字見直し

9月1日のOMBに続き、9月8日にはCBOが財政赤字額の見直しを発表した。クリントノミクス実行後の財政赤字削減額について、両者を比べてみると次のような特徴がある。

- ① CBOは、赤字削減額を少なめに見積もっている。また、歳出削減の実行性に疑問を呈し、歳出減よりも歳入増にやや重きを置いている(CBOは、歳入増と歳出削減のウェイトが56:44、OMBは51:49)。
- ② 「経済見通しの修正」を含めた財政赤字削減額においても、CBOは1310億ドルも少なめに予想している。これは、経済前提条件の長期金利を高め、成長率を低めに考えているため。

## 2) 医療保険制度改革案

9月22日、クリントン政権は最大の選挙公約であった医療保険制度改革案の概要を発表した。ポイントは以下のとおり。

- ①クリントン政権の医療保険制度改革案は、「国民皆保険の導入」と「医療・保険コストの抑制」という相矛盾する2つの政策目標を柱としている。
- ②改革案による短期的な景気、財政赤字、金利への影響は小さいとみられる。
- ③ただし、医療保険制度の改革は、中長期的な生産性向上を通じた「米国経済再生」の必要条件であり、今後の議会審議動向が注目される。

### (4) 金融関連～当面は横這い

9月21日に開かれたFOMCでは、①足もとの物価指標(CPI、PPI)が落ち着いた推移となっている、②景気拡大のテンポも緩やかなものにとどまっている一等から、前回(8月)に続き「中立スタンス」が維持されたとみられる<sup>(注)</sup>。ただし、一部のタカ派のメンバーがインフレ懸念を表明していることや、マリノズ理事が「現在の実質金利水準ではバブル経済の懸念もある」と述べるなど、FRBのなかには現在の低金利に対する警戒感が存在していることから、当面、緩和スタンスへの移行はないと判断される。

(注) 9月24日に前回8月17日分のFOMC議事録が公開され、金融政策のスタンスが全会一致で、それまでの「引き締めよりのスタンス」が「中立スタンス」へ変更されていたことが明らかとなった。なお、全会一致での中立スタンスの確認は昨年12月以来のこととなる。

インフレ懸念が小さいと見られる中、FRBが低金利に警戒感を残している背景には、足もとの短期金利が実質でゼロ近辺にあることが挙げられる。この点、70年以降、実質FFレートがマイナスとなった時期は3回あるが、うち2回はその後の物価上昇率が高水準となっている。70年代

半ば、80年頃とともに石油危機時ではあるものの、実質金利の低さが将来のインフレ悪化につながった面もあったとみられる。今後、物価が反転上昇傾向に入った場合には、FRBが早めに引き締めに転じることが充分予想されるが、その時期は94年央頃以降であろう。

## 2. ドイツ経済

～景気の基調は弱く、段階的金融緩和が持続

### (1) 景気は下げ止まり傾向

～ただし基調は弱く年内、「底這い」状況

旧西独では、金融引き締めの影響から、92年春頃より景気は後退し始め、実質GDPは93年1-3月期まで4期連続のマイナス成長となっていた。その後、93年5-6月頃より、鉱工業生産や小売売上げは下げ止まり傾向が明確になり、9月7日に発表された93年4-6月期の実質GDPも前期比0.5%のプラス成長に転じた。こうした景気の下げ止まり傾向には、利下げ、対ドル/マルク安を背景とした企業部門の先行き見通し改善があるものと考えられる。しかし、93年4-6月期の実質GDPの内訳をみると、在庫の増加が最大の成長要因となっている。最終需要は、個人消費、輸出、政府消費等、下げ幅は前期より縮小したものの、全てマイナスの伸びと内容は悪い。

また、今後については、①9月末にエンジニアリング産業で既存の賃金協約破棄を戦後始めて経営者側から宣言したことにもうかがわれるように、雇用環境は厳しく、当分、所得面の改善は見込めない、②94年以降の財政引き締め見込みから、消費マインドの回復も期待しにくい、③過去の金利高、設備のストック調整の影響持続から設備投資の回復に時間がかかる一等の景気下押し要因がある。このため、当面、国内最終需要が明確な回復傾向に転じる公算は低く、年内は景気の「底

這い」状況が続こう。

物価面については、消費者物価は前年同月比では、①1月の付加価値税引き上げの影響（消費者物価を0.5%押し上げ）、②7月の保険税引き上げの影響（同0.1%）が含まれていることもあり、連銀目標の2%に対して年初から4%台で推移している（直近9月4.0%〔暫定値〕）。しかし、足もとの動きをみると、賃金上昇率の低下から、前月比年率では3月をピークに鈍化傾向に転じている。今後は、高水準の財政赤字から潜在的なインフレ懸念は残るものの、鈍化傾向が続こう。

## (2) 段階的な金融緩和

連銀は92年9月以降現在までに6回の公定歩合引き下げを実施してきた（8.75%→6.25%）。今後については、9月の改定見通しで述べた通り、①景気が底這い状態で推移する、②インフレ率の改善が続く、③政府の94年からの歳出削減・増税計画に見られるように、財政赤字削減への努力が続けられる、④こうした中、M3増加率も基調としては鈍化する—といった要因から、段階的な金融緩和が続くとみられる。公定歩合は93年末時点の水準で5.5%程度となろう。

## 3. 日本経済

～円高、冷夏・長雨から景況感悪化

景気実勢は一段と悪化の様相を示している。4-6月期の実質GNP成長率は前期比年率▲2.0%とマイナス成長となり、1-3月期のプラス成長（同2.2%成長）をほぼ相殺した。さらに直近の基礎研超短期予測によれば、7-9月期は、①円高・海外景気低迷下での外需縮小、②公共工事の遅れ、③冷夏・長雨で加速された消費低迷—などが予想を上回り、大幅マイナス成長（同▲4.0%）

の可能性が高い。

こうした状況の中、9月16日には今景気後退局面で4度目の経済対策である「緊急経済対策（総事業規模6.15兆円）」が策定され、9月21日には公定歩合の第7次引下げ（2.5%→1.75%）も実施された。今回の経済対策では従来同様の公共事業追加に加え「規制緩和」と「円高差益還元」が柱となっているが、効果は「93年度の実質GNPを0.2~0.3%下支えする程度」であり、利下げの効果も「同0.1%程度」にとどまろう。景気の年度内の「底入れ」は困難であり、93年度は第一次石油危機時の74年度以来のマイナス成長となる可能性が高まっている。雇用情勢の一段の悪化も懸念される中、早期の所得税減税実施を含んだ追加対策が不可欠な状況にある。

## (1) 景気の現状～主要指標は低迷が続く

足もとの月次指標をみると、依然として景気は後退基調が続いている。景気動向指数は先行系列・一致系列ともに5月以降3ヵ月連続して景気判断の境目となる50%を割り込んだ。8月の鉱工業生産は夏季減産の圧力が強く前月比▲0.7%と低調、予測指数も9月に0.7%増の後、10月は▲3.5%と大幅減少の見込みである。また、在庫率指数も8月は121.6と92年度平均のレベル(118.5)を

主な月次指標の動き

	93/3月	4月	5月	6月	7月	8月
景気一致指数 (指数)	72.7	59.1	9.1	9.1	0.0	—
鉱工業生産指数 (前月比)	2.5	▲2.5	▲2.6	1.9	▲0.2	▲0.7
生産者製品在庫率指数 (指数)	113.1	114.2	119.3	118.0	119.6	121.6
民間建設工事受注 (前月比)	34.8	▲51.3	12.2	1.0	▲14.2	26.4
民間機械受注 (前月比)	15.6	▲26.8	3.7	0.8	5.6	—
全世帯実質消費支出 (前月比)	▲0.8	▲0.4	▲1.4	▲0.6	▲0.5	—
大型小売店販売 (前年同月比)	▲7.5	▲4.1	▲3.9	▲4.7	▲5.1	▲4.2
有効求人倍率 (季節調整、倍)	0.88	0.84	0.81	0.74	0.72	0.70
現金給与総額 (前年同月比)	0.5	1.2	1.0	▲0.1	▲1.2	▲0.7

(注) 民間建設受注は大手50社、民間機械受注は船舶・電力除き、現金給与総額は事業所規模5人以上の賃金指数（調査産業計）  
 (資料) 経済企画庁「景気動向指数」、同「機械受注統計」、通産省「通産統計」他

上回る状態が続いている。雇用面では8月の有効求人倍率が0.70倍となるなど悪化が続いている。消費関連指標も全般的に低調な推移である。なお、9月は中間決算月でもあり、生産予測指数のように一時的にやや上向き指標がでる可能性もあるが、景気の実態は悪く、趨勢的には低調な推移と予想される。

(2) 雇用調整の動き～本格的な調整が目前に迫る

最近の雇用関連統計をみると、有効求人倍率(季調値)は8月に0.70倍(円高不況期のボトムは86年6月の0.60)、失業者数(季調値)も同167万人(同ピークは87年5月の188万人)となるなど、悪化傾向が明瞭になっている。

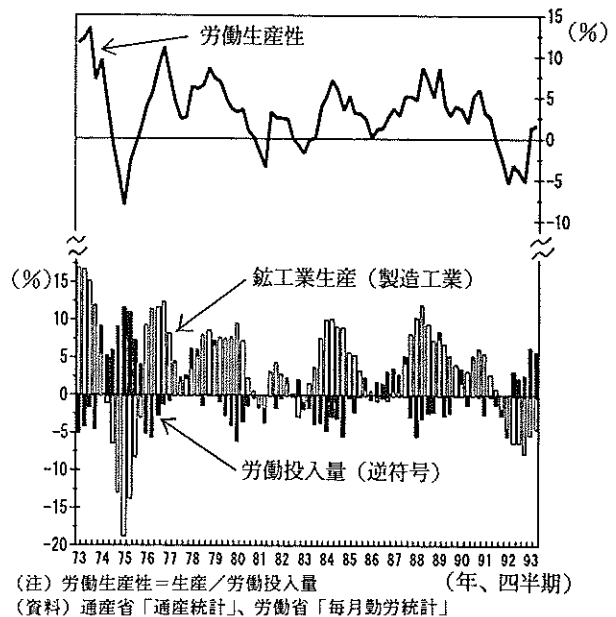
政府の雇用対策として注目される雇用調整助成金の対象業種数についても93年10月1日からは187業種と円高不況期のピーク(165業種)を超えた。特に今回は、昨年10月以降ソフトウェア業が対象に含まれていることをはじめ、不良債権問題を抱えて金融機関の収益環境にも厳しさが続いていることなどから、雇用環境の悪化が非製造業にまで広がっていることが円高不況期と比較した場合の特徴である。

企業の雇用過剰感についても、昨年来、主としてホワイト・カラー層に強く現れ、有効求人倍率が1.0倍を下回った92年10月以降、雇用者数の推移を職業別にみると、確かに、昨年末頃より「管理的職業従事者」および「事務従事者」の減

少が全体の伸びの足を引っ張っていた。しかし今年度に入ってから、新規採用の抑制などから「技能工・製造・建設作業者」においても鈍化傾向がみられるようになり、景気後退の長期化が本格的な労働力需給の緩和に結び付きつつある様子が窺える。

労働生産性は、景気後退による生産減少から91年1-3月期より低下が続いていたが、93年1-3月期、4-6月期と下げ止りの状況にある。生産減少を上回る労働投入量の削減(時短推進および新規雇用の抑制)がなされた結果であるが、今後の動向を考えると、①景気動向自体は後退が続き在庫調整の持続等から生産の減少が続く、②売上高に占める人件費の比率は依然として高く、

製造業の労働生産性の推移(前年同期比)



職業別雇用者数の推移

(前年同月比、%)

	92/10月	11月	12月	93/1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
雇用者数	2.4	2.6	2.0	1.8	1.7	1.8	2.2	1.5	1.8	2.0	1.8
専門的・技術的職業	1.2	4.2	▲0.5	0.2	0.9	▲1.2	5.4	3.1	0.2	1.2	1.6
管理的職業	0.0	▲1.9	▲1.2	▲1.2	▲0.4	▲2.4	▲2.0	▲0.8	▲7.8	▲3.9	▲5.9
事務	0.9	0.5	0.1	▲0.4	▲0.3	▲2.3	▲0.3	1.4	4.1	2.1	1.1
技能工・製造・建設作業	3.1	2.3	2.6	2.5	1.3	2.5	0.4	0.4	▲0.5	0.4	1.4

(資料) 総務庁「労働力調査報告」

収益の圧迫要因となっている（また、日銀短観でも主要製造業の雇用判断 DI が8月調査で24と円高不況期のピークの25に迫っている）—ことから、労働投入量の削減→雇用調整圧力は持続しよう。

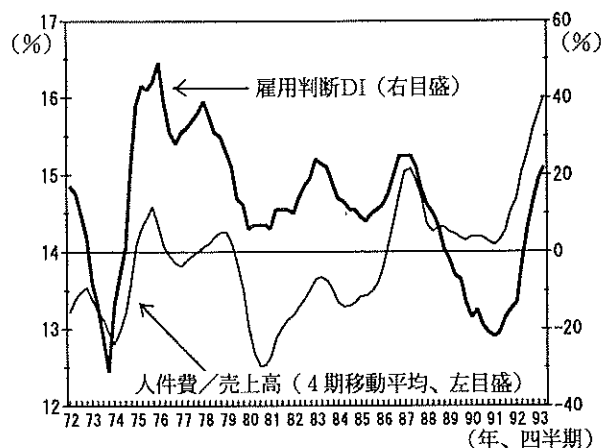
こうした中で、労働投入量の内訳としての雇用面での削減圧力は、以下の点から一段と増す恐れが強い。

第一に、製造業の労働投入量の推移を要因分解した場合、現状では所定内・所定外の労働時間の削減が主で、労働者数の減少は緒についたばかりである。

第二に、近年の時短の潮流から、4-6月期には製造業の所定内労働時間数が150時間/月と既に過去最低に達しており、残業時間の抑制も昨年来、雇用調整の主軸として実施されてきた結果、ピーク時の20時間（89年4-6月期）から同12時間と残る調整幅にも限度がみえている。（所定内、所定外の労働時数合計では、93年4-6月期には163時間と過去最低の75年1-3月期の165時間を下回る）。

（1993年10月8日）

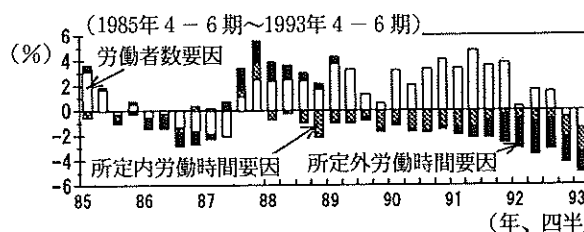
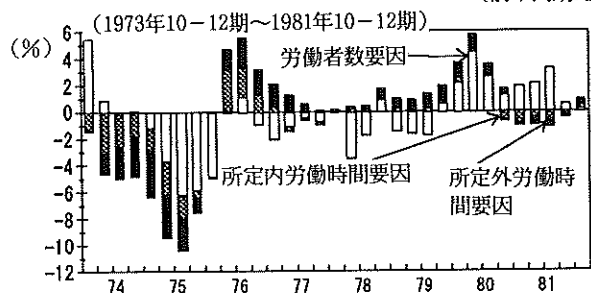
雇用判断 DI と人件費比率の推移（製造業）



（資料）日銀短観、大蔵省「法人企業統計季報」

製造業の労働投入量の要因分解

（前年同期比）



（資料）総務庁「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」